

İŞLETME DEĞERİ İLE FİNANSAL ORANLAR ARASINDA İLİŞKİ VAR MI? BORSA İSTANBUL'DA BİR UYGULAMA

Is There a Relationship Between Firm Value and Financial Ratios? An Application in Borsa İstanbul

Gönderim Tarihi: 19.09.2017

Kabul Tarihi: 04.12.2017

Sevinç GÜLER ÖZÇALIK*
Sinan AYTEKİN**

ÖZ: Bu çalışmada finansal oranlar ile işletme değeri arasındaki ilişkinin tespit edilmesi amaçlanmaktadır. Bu amaçla, bağımlı değişken olarak işletme değeri, bağımsız değişkenler olarak ise cari oran aktif devir hızı, piyasa değeri/defter değeri, kaldıraç oranları ve net satışlar kullanılmıştır. Çalışmada panel veri analizi yöntemi ile Borsa İstanbul (BİST)'te işlem gören 115 imalat sanayi işletmesinin 2005-2014 verileri analiz edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Finansal Oranlar, İşletme Değeri, Panel Veri Analizi.

ABSTRACT: In this study, it is aimed to determine the relationship between financial ratios and firm value. For this purpose, firm value as dependent variable, current ratio, asset turnover rate, market to book value, leverage ratios and net sales were used as independent variables. Panel data analysis method in the study analysed the 2005-2014 data of 115 production firms that were traded at the Borsa Istanbul (BIST).

Keywords: Financial Ratios, Firm Value, Panel Data Analysis.

GİRİŞ

Finansal oranları kullanarak işletme performansını değerlendirmek, finansal analistler, yatırımcılar ve finansal yöneticiler de dahil olmak üzere karar vericiler için geleneksel fakat güçlü bir araç olmuştur. Bu analizler finansal tablolarda gözlemlenen mutlak tutarı kullanmak yerine, çeşitli finansal oranlar

* Doç. Dr., Dokuz Eylül Üniversitesi/İİBF/İşletme/Muhasebe-Finansman ABD, sevinc.guler@deu.edu.tr, ORCID ID: orcid.org/0000-0002-0423-7510

** Doç. Dr., Balıkesir Üniversitesi/İİBF/İşletme/Muhasebe-Finansman ABD, saytekin@balikesir.edu.tr, ORCID ID: orcid.org/0000-0003-1502-2643

kullanılarak yürütülmüştür. Oran analizi, paydaşların işletmelerin finansal durumunu analiz etmesine yardımcı olabildiği gibi, sektörler arasında veya aynı işletme içinde karşılaştırmalar yapılabilmesine olanak sağlamaktadır. Böyle bir araç, farklı büyüklükteki işletmelerin göreceli performansını karşılaştırmak için de kullanılabilir (Delen vd., 2013).

İşletme değeri kavramının önem kazanmasıyla birlikte yatırımcılar, işletme ile ilişki içinde olan finans kuruluşları ve ilgili diğer kişi ve kurumlar işletmenin değeri konusunda bilgi sahibi olmak isterler. Bununla beraber işletmelerin çeşitli konularda alacağı kararların doğrudan değeri üzerinde etkili olacağı bir gerçektir (Birgili ve Düzer, 2010). Literatürde yer alan birçok çalışma bu varsayımla hareket ederek, finansal oranlarla işletme değeri arasındaki ilişkiyi incelemiş ve işletme değerinin belirlenmesine yönelik birçok farklı yöntem geliştirilmiştir.

Bu çalışmada Borsa İstanbul'da işlem gören imalat sanayi işletmelerinde temel finansal oranlarla, piyasa değerleri ilişkinin panel veri analizi ile tespit edilmesi amaçlanmaktadır. Bu amaçla 2005-2014 yılları arasında Borsa İstanbul (BİST)'te işlem görme özelliğini koruyan 115 imalat sanayi işletmesinin verileri analiz edilmiştir. Modele dahil edilen bağımsız değişkenler, aktif karlılığı, kaldıraç oranı, net satışlar, aktif devir hızı, cari oran ve özkaynak karlılığıdır.

Çalışmanın bundan sonraki bölümlerinde öncelikle konu ile ilgili literatürde yer alan çalışmalar özetlenmekte, ardından veri seti ve kullanılan yöntem hakkında kısaca bilgi verilmektedir. Araştırma bulguları bölümünde elde edilen sonuçlar incelenmekte, sonuç kısmında da değerlendirilme yapılmaktadır.

LİTERATÜR TARAMASI

Literatürde finansal oranlar ile işletme değeri arasındaki ilişkiyi farklı değişkenlerle inceleyen birçok çalışma yer almaktadır. Bu çalışmalar genellikle işletmelerin sermaye yapılarına yönelik değişkenleri işletme değeri ile ilişkilendirmekle beraber kar payı dağıtım politikaları, finansal risk, işletme riski ve borç ile işletme değeri arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalar da bulunmaktadır. Çalışmamızın bu bölümünde özellikle ele alınan kapsamla uyumlu olarak farklı finansal oranlarla temsil edilen değişkenlerle işletme değerini inceleyen sırasıyla ulusal ve uluslararası alanda yapılan bazı çalışmalar özetlenmeye çalışılmıştır.

Birgili ve Düzer (2010) 2001-2006 yılları arasında İMKB 100 endeksinde sürekli olarak işlem gören 58 işletmeyi incelemişlerdir. Likidite, mali yapı, faaliyet, karlılık ve borsa performans oranlarından oluşan 21 ayrı finansal oran ile işletmelerin piyasa değeri arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Yaptıkları analiz

sonucunda çoğunlukla likidite, mali yapı ve borsa performans oranlarından oluşan 16 finansal oran ile işletme değeri arasında istatistiki olarak anlamlı ilişki tespit ederlerken faaliyet ve karlılık oranlarından oluşan 5 finansal oran ile işletme değeri arasındaki ilişkiye ait regresyon katsayılarının istatistiksel olarak anlamlı olmadığı bulgusuna ulaşmışlardır.

Altan ve Arkan (2011) çalışmalarında İMKB Sınai endeksinde 2004-2007 yılları arasında işlem gören 127 şirketin verilerini kullanarak işletme değeri ile finansal yapı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Yaptıkları analiz sonucunda işletme değeri ile kısa dönemli borçlanma, uzun dönemli borçlanma ve özsermaye değişkenleri arasında istatistiksel olarak anlamlı ilişkiler bulunduğunu tespit etmişlerdir.

Uluyol ve Türk (2013) 2004-2010 yılları arasında BIST'te sürekli olarak işlem gören 56 üretim işletmesini ele almışlardır. Panel veri analizi yardımıyla oluşturulan 2 farklı modelde işletme değeri bağımlı değişken olurken cari oran, özsermaye ağırlığı, net kar marjı, hisse başına kar, nakit oran, fiyat/kazanç oranları bağımsız değişken olarak kullanılmıştır. Finansal kaldıraç ve net satışlar değerleri ise kontrol değişkenleri olarak modellere dahil edilmiştir. Kurulan 2 modelde nakit oran, cari oran ve net satışlar değişkenleri ile işletme değeri arasında istatistiki olarak anlamlı ilişki tespit edilirken genel olarak finansal oranların işletme değeri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Ayrıçay ve Türk (2014), Borsa İstanbul'da işlem gören 56 üretim işletmesini 2004-2011 yılları arasında incelemişlerdir. Çalışmalarında asit-test oranı, borçlanma oranı, aktif devir hızı, aktiflerin karlılık oranı ve piyasa değeri/defter değeri oranları bağımsız değişken olarak, firma değeri ise bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. Elde ettikleri sonuçlara göre piyasa değeri ile asit-test oranı, aktif devir hızı, piyasa değeri/defter değeri ve kaldıraç oranları arasında anlamlı bir ilişki söz konusudur.

Karakaya vd., (2017) çalışmalarında 2008-2012 yılları arasında BIST imalat sanayi sektöründe işlem gören 136 şirketin işletme değeri ile dış finansman ihtiyaçları arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Tobin's Q oranının bağımlı değişken olarak kullanıldığı panel veri analizinde sürdürülebilir büyüme oranı, finansal kaldıraç oranı, büyüklük ve karlılık bağımsız değişkenler olarak modele dahil edilmiştir. Yapılan analiz sonucunda tüm bağımsız değişkenler ve bağımlı değişkenin tek dönem gecikmeli değeri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir.

Weiyng ve Baofeng (2008) Çin'de faaliyet gösteren 40 ayrı lojistik şirketinin 1993-2006 yılları arasındaki verileri ile finansal risk, işletme riski ve işletme de-

ğeri arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Tobin's Q oranının bağımlı değişken olarak kullanıldığı modelde gelir büyüme oranı, karlılık ve büyüklük değerleri bağımsız değişkenler olarak modele dahil edilmiştir. Yapılan analiz sonucunda finansal risk ve işletme riskinin işletme değerinin önemli belirleyicileri olduğunu, bu risklerin büyüklüğünün işletme değerini düşürdüğünü ve işletme büyüklüğünün işletme değeri üzerinde olumsuz etkisi olduğunu tespit etmişlerdir.

Cheng ve Tzeng (2011) Tayvan Borsasında 2000-2009 yılları arasında işlem gören 645 şirket için finansal kaldıraç oranının işletme değeri üzerindeki etkilerini incelemişlerdir. Yapılan GMM analizi sonucunda, iflas olasılığı ihmal edildiğinde kaldıraçlı şirketlerin değerlerinin kaldıraçsız şirketlerin değerlerinden daha büyük olduğu, borcun fayda ve maliyeti aynı anda ele alındığında kaldıraçın optimal sermaye yapısına ulaşılmadan önce işletme değeri ile pozitif yönlü bir ilişki içerisinde olduğu ve son olarak da finansal kalitesi yüksek olan şirketlerde kaldıraçın işletme değeri üzerindeki etkisinin daha güçlü olduğu bulgularına ulaşılmıştır.

Crisóstomo vd., (2011) 2001-2006 yılları arasında Brezilya Bovespa Borsasında işlem gören finansal kurumlar dışındaki 78 şirketin kurumsal sosyal sorumluluk, işletme değeri ve işletme performansları arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Tobin Q, aktif karlılığı ve kurumsal sosyal sorumluluğun bağımlı değişken olduğu 3 ayrı modelde finansal kaldıraç oranı ve büyüklük değerlerini bağımsız değişken, sektör etkisini de kukla değişken olarak kullanmışlardır. Yapılan analiz sonucunda bolluk kaynakları teorisinin aksine finansal performansın kurumsal sosyal sorumluluk üzerinde etkisi olmadığı ve kurumsal sosyal sorumluluk ile işletme değeri arasında negatif bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Panaretou (2014) çalışmasında 2003-2010 dönemindeki 8 yılda FTSE 350 endeksinde işlem gören finansal kurumlar dışındaki işletmelerin kurumsal riski ile işletme değeri arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Bağımlı değişken olarak Tobin Q oranının kullanıldığı çalışmada yapılan analiz sonucunda risk primi ile para hedgerları arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmuştur. Diğer taraftan pozitif faiz oranı risk primi ile işletme değeri arasında zayıf bir ilişki tespit edilirken emtia hedginginin işletme değerini artırmadığı bulgusuna ulaşılmıştır.

Asiri ve Hameed (2014) Bahreyn Borsasında 1995-2013 yılları arasında işlem gören 44 yerel şirketin finansal oranları ile işletme değeri arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. İşletme değerinin aktif büyüklüğü ve Tobin' Q oranlarıyla bağımlı değişken olarak temsil edildiği iki ayrı modelde finansal kaldıraç oranı, aktif devir hızı, borç oranı, aktif karlılığı, özsermaye karlılığı, cari oran, faizin kazanılma sayısı ve aktif devir hızı bağımsız değişkenler olarak modele dahil

edilmiştir. Yapılan analiz sonucunda işletme değeri ile büyüklük arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olduğunu, büyük şirketlerle kıyaslandığında yatırımcıların küçük şirketlerden farklı sinyaller aldığını tespit etmişlerdir. Sektör analizine göre ise aktif karlılığının işletme değerini açıklayan temel faktör olduğunu ortaya koymuşlardır.

Gupta ve Kumar (2016) çalışmalarında 2002-2011 yılları arasında Hindistan Ulusal Borsasında işlem gören 231 imalat sanayi şirketinin verileri ile finansal kaldıraç derecesi, faaliyet kaldıraç derecesi ve işletme değeri arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Yapılan analiz sonucunda faaliyet kaldıraç derecesi ile işletme değeri arasında istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir ilişki tespit ederlerken finansal kaldıraç derecesi ile işletme değeri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkinin varlığına rastlamamışlardır.

Ha ve Tai (2017) Vietnam Ho Chi Minh Borsasında 2009-2014 yılları arasında işlem gören 105 şirketin sermaye yapısı ile nakit mevcudunun işletme değeri üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Yapılan analiz sonucunda nakit mevcudu ile işletme değeri arasında istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir ilişki olduğunu tespit etmişlerdir. Diğer taraftan kısa vadeli borçlar ile işletme değeri arasında negatif bir ilişki olduğu, buna karşın uzun vadeli borçlar ile işletme değeri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olmadığı sonucuna ulaşmışlardır.

Yukarıda özetlenen çalışmalar bir bütün olarak değerlendirildiğinde çalışmanın yapıldığı ülke, sektör, endeks, zaman aralığı ve kullanılan finansal oranlara bağlı olarak işletme değeri ile modellerde kullanılan değişkenler arasında farklı ilişkilerin tespit edildiği görülmektedir. Dolayısıyla literatürde bu anlamda bir fikir birliğinin olduğu söylemek mümkün görünmemektedir. Buna karşın Ayeni ve Olaoye (2015) sermaye maliyeti ve işletme değerini konu olan çalışmalardan oluşturdukları kavramsal çerçevede borcun işletme değerini artırdığını ifade etmişlerdir.

VERİ SETİ VE METODOLOJİ

Bu çalışmada 2005-2014 yılları arasında Borsa İstanbul'da işlem gören 115 imalat sanayi işletmesine ait veriler analiz edilmektedir. İşletmelere ait finansal oranlar, ilgili işletmelerin internet sitelerinden ve Kamu Aydınlatma Platformu'ndan elde edilen finansal tablolardan elde edilmiştir.

Çalışmanın temel çıkış noktası temel finansal oranların işletme değeri üzerinde etkisi olduğu şeklindedir. Bu amaçla kurulmuş olan temel hipotez finansal oranların işletme değeri üzerinde etkili olmadığı ve alternatif hipotez işletme değeri üzerinde etkisi olduğudur.

H_0 : Finansal oranlar, işletme değeri üzerinde etkili değildir.

H_1 : Finansal oranlar, işletme değeri üzerinde etkilidir.

Model aşağıdaki eşitlikte olduğu gibi gösterilebilir:

$$PD_{it} = \alpha_1 + \beta_1 AKK_{it} + \beta_2 KALD_{it} + \beta_3 NETSAT_{it} + \beta_4 AKDH_{it} + \beta_5 CARI_{it} + \beta_6 ÖZK_{it} + \varepsilon_{it}$$

PD : Piyasa Değerinin Doğal Logaritması

AKK : Aktif Karlılığı

KAL : Kaldıraç Oranı

NETSAT : Net Satışların Doğal Logaritması

AKD : Aktif Devir Hızı

CARI : Cari Oran

ÖZK : Özkaynak Karlılığı'nı göstermektedir.

Çalışmada panel veri analizinden yararlanılmıştır. Hsiao (2014)'e göre panel veri analizi model parametrelerini daha doğru tahminleyebilmekte, daha gerçekçi hipotezlerin kurulmasını sağlamakta, hesaplamaları ve istatistiksel sonuçları basitleştirmekte, verilerin havuzlanması ile daha doğru tahminleme sağlamaktadır. Baltagi (2008)'ye göre panel veri analizi bireysel farklılığı kontrol etmekte, kapsadığı kesitlerin heterojen olduğunu kabul etmektedir. Panel veri analizi daha bilgilendirici, daha değişken, çoklu bağlantı sorununun daha az karşılaşıldığı, daha yüksek serbestlik derecesine sahip modelleri tahminleyebilmektedir. Ayrıca değişim dinamiklerini daha iyi yansıtabilmekte, sadece yatay kesit veya zaman serileri analizine göre daha karmaşık modellerin kurulmasını sağlamaktadır.

Gujarati (2004)'e göre panel veri modellerinde birim veya zaman etkilerinin olduğu düşünülüyorsa, Sabit Etkiler Modeli ya da Rassal Etkiler Modellerinden biri kullanılabilir. Araştırmacılar daha fazla Sabit Etkiler Modelini kullanma eğilimindedirler. Bu çalışmada da Sabit Etkiler Modelinden yararlanılmıştır.

Tablo 1: Birim Kök Test Sonuçları

Düzyer Sabit			
Değişkenler	Levin, Lin ve Chu	ADF Fisher Ki-Kare	PP Fisher Ki-Kare
Aktif Karlılığı	-1,9500**	25,8235**	54,5977*
Aktif Devir Hızı	-18,3613*	178,814*	203,058*
Cari Oran	-2,9798*	20,6510	10,0747
Kaldıraç Oranı	-5,3283*	93,2960***	136,291*
Net Satışlar	1,8296	4,0677	9,8183
Piyasa Değeri	-2,3896*	91,7366	127,846
Özkaynak Karlılığı	-1,7720**	22,7537	44,1906*
1.Fark Sabit			
Aktif Karlılığı	-8,8281*	118,165*	278,109*
Aktif Devir Hızı	-23,8551*	258,168*	427,606*
Cari Oran	-6,4011*	157,343**	189,283*
Kaldıraç Oranı	-9,2902*	171,583*	404,888*
Net Satışlar	-14,5342*	186,227*	357,176
Piyasa Değeri	-12,9483*	116,729*	281,107*
Özkaynak Karlılığı	-11,3683*	212,341*	354,294*
Düzyer Sabit ve Trend			
Aktif Karlılığı	-10,7529*	141,227	362,075*
Aktif Devir Hızı	-12,4838*	157,843**	235,715*
Cari Oran	-8,53421*	140,649	215,058*
Kaldıraç Oranı	-7,5419*	114,256	193,160*
Net Satışlar	-11,9241*	126,259	192,952*
Piyasa Değeri	-6,4246*	139,815	172,519*
Özkaynak Karlılığı	-172,658*	151,699**	363,262*
1.Fark Sabit ve Trend			
Aktif Karlılığı	-18,2662*	220,000*	601,161*
Aktif Devir Hızı	-20,6051*	182,905*	418,988*
Cari Oran	-22,6102*	220,317*	408,378*
Kaldıraç Oranı	-21,5015*	168,968*	444,920*
Net Satışlar	-16,0869*	121,150**	316,151*
Piyasa Değeri	-24,0695*	169,215*	453,642*
Özkaynak Karlılığı	-16,2422*	200,854*	604,002*

Çalışmada öncelikle Levin, Lin ve Chu, ADF Fisher Kikare ve PP Fisher Kikare panel birim kök testlerinden yararlanılmıştır. Kullanılan serilerin durağanlık analizleri E-Views 8.0 paket programı kullanılarak elde edilmiştir. Elde edilen birim kök test sonuçları Tablo 1'de gösterilmektedir. Tablo 1'de yer alan (*) 0.01, (**) 0.05 ve (***) 0.10 anlamlılık düzeylerini göstermektedir. Panel birim kök test istatistiklerine göre serilerin çoğunluğu düzeyde, tamamı ise birinci farkları alındığında durağan oldukları görülmektedir.

ARAŞTIRMA BULGULARI

Tablo 2’de yer alan modelin tahmini çıktılarına göre piyasa değerini aktiflerin karlılığı aktif devir hızı, cari oran ve net satışlar değişkenleri 0.01 anlamlılık düzeyinde, kaldıraç oranı ise 0.05 anlamlılık düzeyinde etkilemektedir. Özkaynak karlılığı değişkeninde ise anlamlı bir sonuç elde edilememiştir. Belirlilik katsayısı 0.95 olup, bağımsız değişkenlerin piyasa değerini %95 oranında açıkladığını göstermektedir.

Regresyon denkleminin ilişkin sonuçlar Tablo 2’de gösterilmektedir.

Tablo 2: Modelin Tahmini Sonuçları

Değişken	Katsayı	Standart Hata	t-İstatistiği	Olasılık
AKK	0.009393	0.001886	4.979955	0.0000*
AKDH	-0.396021	0.044644	-8.870745	0.0000*
CARI	0.025749	0.009744	2.642537	0.0084*
KALD	-0.002736	0.001332	-2.054041	0.0402**
NETSAT	0.501645	0.036900	13.59455	0.0000*
ÖZK	-3.98E-05	6.53E-05	-0.609394	0.5424
C (SABIT)	9.772376	0.688724	14.18911	0.0000*
R ²	0.954649			
F İstatistiği	160.0815			
Olasılık (F İstatistiği)	0.000000*			

Elde edilen katsayıların modeldeki karşılıkları aşağıdaki denklemdeki gibi gösterilebilir:

$$PD=9.7723+0.0093AKK-0.3960AKDH+0.0257CARI-0.0027KALD+0.5016NETSAT-3.98E-05ÖZK$$

Model bütün olarak değerlendirildiğinde özkaynak karlılığı dışında tüm değişkenlerin, işletme değeri üzerinde anlamlı olarak etkili olduğu tespit edilmiştir. Kurulan sıfır hipotezi “ H_0 : Finansal oranlar işletme değeri üzerinde etkili değildir” reddedilip; alternatif hipotez olan “ H_1 : Finansal oranlar işletme değeri üzerinde etkilidir” kabul edilmiştir.

Tablo 2 incelendiğinde aktif karlılığının, cari oranın ve net satışların piyasa değerini pozitif yönde etkilediği; aktif devir hızının ve kaldıraç oranının ise negatif yönde etkilediği görülmektedir. Katsayılar incelendiğinde, aktif karlılığında %1’lik artışın, %0.009 oranında; cari orandaki %1’lik artışın %0.02 oranında ve net satışlardaki %1’lik artışın %0.50 oranında firma değerini artırması beklenmektedir. Benzer sonuç Ayrıçay ve Türk (2014)’ün çalışmalarında da elde edilmiştir. Negatif yönde etkiler incelendiğinde ise aktif devir hızında %1’lik artışın %0.39 oranında, kaldıraçtaki %1’lik artışın %0.002 oranında piyasa değeri üzerinde düşüşe neden olması beklenmektedir.

Tablo 3: Sabit Etkiler Testi

Etki Testi	İstatistik	Standart Hata	Olasılık
Kesit F Testi	21.289439	(114,981)	0.0000
Kesit Ki-Kare Testi	1383.536385	114	0.0000
Zaman F Testi	71.649098	(9,981)	0.0000
Zaman Ki-Kare Testi	561.286737	9	0.0000
Kesit/Zaman F Testi	24.433001	(123,981)	0.0000
Kesit/Zaman Ki-Kare Testi	1557.662060	123	0.0000

Çalışmada kullanılan finansal oranların firma değeri üzerindeki etkisini açıklamada sabit etkiler modeli kullanılmıştır. Tablo 3'te sabit etkiler modelinin daha uygun olduğu olasılık değerlerinin anlamlı çıkmasından de görülmektedir.

SONUÇ

Finans biliminde alınan tüm finansal kararlar karın maksimizasyonu, karlılığın maksimizasyonu ve nihai olarak firma değerinin maksimizasyonuna yöneliktir. Finans literatüründe yapılan birçok çalışma firma değerini etkileyen faktörleri belirlemeye yönelik olmuştur. Araştırmacılar çalışmalarında bir yandan işletmeye ve sektörlere özgü finansal oranları, diğer yandan ekonomik ya da makro değişkenleri kullanarak bu değişkenlerle firma değeri arasındaki ilişkiyi belirlemeyi amaçlamıştır.

Firma değerinin ve firma değerini etkileyen değişkenlerin belirlenmesi yöneticiler ve yatırımcılar açısından son derece önemlidir. Bu çalışmada bu noktadan hareketle 2005-2014 yıllarına ilişkin Borsa İstanbul'da işlem gören 115 imalat sanayi işletmesinin finansal oranlarından yararlanılmıştır. Elde edilen sonuçlar aktif karlılığının, cari oranın ve net satışların piyasa değerini pozitif yönde etkilediği; aktif devir hızının ve kaldıraç oranının ise negatif yönde etkilediği şeklindedir. Özkaynak karlılığı oranı ile piyasa değeri arasında ise anlamlı bir sonuç elde edilememiştir. Net satışlar, piyasa değeri üzerinde en fazla pozitif etkiye sahip bağımsız değişkendir. Net satışlarını artıran işletmelerin işletme değerini de artırması teori ile uyum göstermektedir. Aynı şekilde kısa vadeli yükümlülükleri ödeme gücünü ifade eden cari oranın artması, işletme değerini artırmaktadır. Fazla likiditenin maliyet ve karlılık açısından da değerlendirilmesi gerekmektedir. Kaldıraç oranının artması başka bir ifade ile yabancı kaynak oranının artması, işletme değerini olumsuz etkilemektedir.

KAYNAKÇA

- Altan, M. ve Arkan, F. (2011). Relationship Between Firm Value and Financial Structure: A Study on Firms In ISE Industrial Index. *Journal of Business & Economics Research*, 9 (9), 61-66.
- Asiri, B. K. ve Hameed, S. A. (2014). Financial Ratios and Firm's Value in the Bahrain Bourse. *Research Journal of Finance and Accounting*, 5 (7), 1-9.
- Ayeni, T. M. ve Olaoye, B. J. (2015). Cost of Capital Theory and Firm Value: Conceptual Perspective. *International Journal of Multidisciplinary Research and Development*, 2 (10), 632-636.
- Ayrıçay, Y. ve Türk, V.E. (2014). Finansal Oranlar ve Firma Değeri İlişkisi: BİST'de Bir Uygulama. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 64, 53-70.
- Baltagi, B.H. (2008). *Econometric Analysis of Panel Data*. Fourth Edition, Wiley.
- Birgili, E. ve Düzer, M. (2010). Finansal Analizde Kullanılan Oranlar ve Firma Değeri İlişkisi: İMKB'de Bir Uygulama. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 46, 74-83.
- Cheng, M. C. ve Tzeng, Z. C. (2011). The Effect of Leverage on Firm Value and How The Firm Financial Quality Influence on This Effect. *World Journal of Management*, 3 (2), 30-53.
- Crisóstomo, V. L., Freire, F. S. ve Vasconcellos, F. C. (2011). Corporate Social Responsibility, Firm Value and Financial Performance in Brazil. *Social Responsibility Journal*, 7 (2), 257-281.
- Delen, D., Kuzey, C. ve Uyar, A. (2012). Measuring Firm Performance Using Financial Ratios: A Decision Tree Approach. *Expert Systems with Applications*, 40 (10), 3970-3983.
- Gujarati, D. N. (2004). *Basic Econometrics*, Forth Edition, The McGraw-Hill Companies.
- Gupta, P. K. ve Kumar, S. (2016). Association between Degree of Leverages and Firm Value. *Asian Journal of Finance & Accounting*, 8 (1), 212-229.
- Ha, N. M. ve Tai, L. M. (2017). Impact of Capital Structure and Cash Holdings on Firm Value: Case of Firms Listed on the Ho Chi Minh Stock Exchange. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 7 (1), 24-30.
- Hsiao, C. (2014). *Analysis of Panel Data*. Third Edition, Cambridge University Press, NewYork
- Karakaya, A., Kurtaran, A. T. ve Kurtaran, A. (2017). Firm Value and External Financing Needs. *International Journal of Economics and Finance*, 9 (6), 69-81.



- Panaretou, A. (2014). Corporate Risk Management and Firm Value: Evidence from the UK Market. *The European Journal of Finance*, 20 (12), 1161-1186.
- Uluçol, O. ve Türk, V. E. (2013). Finansal Rasyoların Firma Değeri Etkisi: Borsa İstanbul (BİST)'da Bir Uygulama. *Afyon Kocatepe Üniversitesi İİBF Dergisi*, 15 (2), 365-384.
- Weiyong, J. ve Baofeng, C. (2008). "Financial Risk, Business Risk and Firm Value for Logistics Industry". *4th International Conference on Wireless Communications, Networking and Mobile Computing*.

